让天下没有难送的快递

——菜鸟网络的初心与未来

方正证券研究所证券研究报告

行业专题报告　　行业研究

物流Ⅱ行业　　2020.07.27/推荐

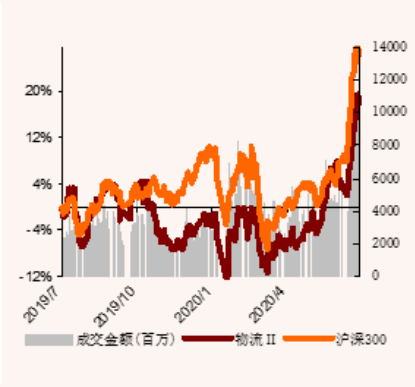
首席交运分析师：　许可
执业证书编号：　S1220518090001
TEL：　0755-36876476
E-mail：　xuke0@foundersc.com

联系人：　周延宇、李跃森、李然
E-mail：　zhouyanyu@foundersc.com

重要数据：

上市公司总家数	42
总股本(亿股)	580.00
销售收入(亿元)	3266.17
利润总额(亿元)	85.74
行业平均 PE	∞
平均股价(元)	14.47

行业相对指数表现：



数据来源：wind，方正证券研究所

相关研究

《宿命与反抗：快递行业投资框架-20200624》2020.06.24

《韵达战略投资德邦：参股是基础，战略合作降本增效是本质-20200524》2020.05.24

《申通快递：深度改革仍在持续，业绩战略性承压-20200430》2020.04.30

《韵达股份：单票成本持续下降，关注行业景气度提升带来的阶段性投资机会-20200430》2020.04.30

《圆通速递：价格战+商誉减值拖累业绩，航空货运市场涨价圆通短期受益》2020.04.29

请务必阅读最后特别声明与免责条款

1.菜鸟是快递行业唯一一家千亿级平台型物流服务商

不论总量还是增速，中国快递行业的发展都堪称是一个伟大奇迹，而行业的增长奇迹背后，菜鸟是极为重要的一环。**纵观全球，快递巨头都是运营商，唯有菜鸟以平台商的形式达到2000亿估值**，其独特的商业模式和发展机遇在全球都找不到第二家对标对象。

2.诞生：上承商流，下载物流

2012年，阿里商流的爆炸式增长对物流企业的产能稳定性和弹性都提出了更高的要求。传统第三方物流受限于技术瓶颈，无法承载商流的扩张，**为解决物流履约能力的短板，菜鸟应运而生。秉承阿里流量的菜鸟出身高贵，先天就具备良好的电商基因、科技基因和物流基因。**

3.扩张：菜鸟要的是整个物流生态，而非一城一池

生于阿里，成于阿里。菜鸟秉承阿里大生态的意志，其所谋划的是构建并掌控整个物流生态，成为快递物流行业的“水电煤”，而非专注于某一个细分赛道发展。**在扩张的进程中，菜鸟依托于阿里核心电商业务的全球扩张，以整合资源为主、自建物流为辅的形式搭建成区域零售、国际零售、同城零售三大物流网络。**

4.竞合：商流不仅决定物流的形态，同样也决定了物流的格局

天下没有无缘无故的包裹，物流行业的派生属性注定了其演化形态与格局都受制于上游电商。基于流量的差异，中国快递行业可划分为菜鸟系、京腾系与顺丰系三大军团。**其中菜鸟与顺丰竞争的本质是战略布局的比拼，与京东物流竞争的本质是商流的竞争，与通达则是分工明确、互惠互利的合作关系，超大的市场空间下三大军团各有其独特的成长机遇。**

5.机遇：菜鸟是全球最优质的物流投资标的之一

物流行业有壁垒，但是缺乏想象空间，传统物流商业模式的本质是作为重资产基础设施提供基础服务赚取较低且不稳定的租金，虽然市场空间巨大，但想象力不足。菜鸟的强大之处在于可以通过平台和驿站比任何独立的第三方物流企业都更加贴近上游商户和下游客户群体，通过商业模式的变革实现双重流量变现才是菜鸟真正的价值所在。**不管看空间、壁垒还是商业模式，菜鸟都是全球最优质的物流投资标的之一。**

风险提示：中美贸易战加剧、第三方企业爆仓、资源整合不及预期、货机空难、商流竞争超预期

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

目录

1 引言：菜鸟是快递行业唯一一家千亿级平台型物流服务商.....5
2 诞生：上承商流，下载物流.....5
2.1 2012 年是电商快递转折之年.....5
2.2 出身高贵，初生的菜鸟具备极佳的物流天赋.....8
3 扩张：菜鸟要的是整个物流生态，而非一城一池.....9
3.1 菜鸟的战略布局.....9
3.2 区域零售网络：中高端自建仓储，中低端整合运力.....11
3.2.1 中高端赛道：仓配模式具备先天优势.....11
3.2.2 中低端赛道：整合运力，科技赋能，下注末端.....12
3.3 国际零售网络：海外仓是主要形式.....13
3.4 同城零售网络：丹鸟和点我达相互配合.....14
3.5 To B 业务：仍处于起步阶段.....14
3.6 菜鸟要的是整个物流生态，而非一城一池.....15
4 竞合：商流不仅决定物流的形态，同样也决定了物流的格局.....16
4.1 格局与布局：天下没有无缘无故的包裹.....16
4.2 基于三个军团的视角，探讨快递行业格局.....17
4.2.1 菜鸟和顺丰：高度相似的战略布局是摩擦的根源.....17
4.2.2 菜鸟和京东：仓配领域短兵相接.....17
4.2.3 菜鸟与通达系：分工明确，互惠互利.....18
4.3 竞合是机遇，不是风险.....20
5 机遇：菜鸟是全球最优质的物流投资标的.....20
5.1 全球独有的物流发展空间.....20
5.1.1 大国才有大物流：中国市场是最为肥沃的土壤.....20
5.1.2 疫情是最强催化剂，同城、异地、国际快递市场都正迎来发展的大机遇.....21
5.2 全球独有的流量变现机遇.....24
5.2.1 TO B 领域的探索：供应链与科技赋能.....25
5.2.2 TO C 领域的探索：社区流量服务变现.....26
5.3 菜鸟是全球最优质的物流投资标的.....27

图表目录

图表 1：2019 年全球快递业务量分布情况—中国市场遥遥领先 5
图表 2：双十一支付宝总交易额 2012 年暴增 6
图表 3：电商件业务量 2012 年首次超过 50% 6
图表 4：快递爆仓在 2012 年被百度词条收录 6
图表 5：支付宝发展历程—2013 年支付宝的发展已经相对成熟 7
图表 6：2020Q1 阿里云中国 IaaS 层市占率第一 7
图表 7：2020Q1 阿里云中国 PaaS 层市占率第一 7
图表 8：通达系有效申诉率曾是顺丰、京东的几十倍 7
图表 9：阿里联合物流地产和快递服务商成立菜鸟网络 8
图表 10：菜鸟历任管理层拥有丰富的地产、电商、科技企业管理经验 8
图表 11：阿里加大投入对菜鸟形成绝对控制 9
图表 12：阿里巴巴生态圈 10
图表 13：菜鸟物流的拓展依托于阿里商流体系 10
图表 14：仓配网络的业务流程决定了其时效服务先天就强于加盟制快递网络 11
图表 15：菜鸟投资落地配企业，成立丹鸟 11
图表 16：整合运力-参股通达系 12
图表 17：科技赋能-电子面单降低 0.15 元/单的面单成本 12
图表 18：菜鸟指数-通达系服务时效的重要参考 12
图表 19：下注末端-菜鸟驿站已超过 7 万家 12
图表 20：三巨头价格远高于菜鸟 13
图表 21：菜鸟无忧直邮服务模式（进口） 13
图表 22：菜鸟无忧保税服务模式（进口） 13
图表 23：菜鸟的国际物流网络 14
图表 24：菜鸟在同城配送领域的投资 14
图表 25：蜂鸟位居 2019 年即时配送市场第二 14
图表 26：生产型物流市场 5.5 万亿 15
图表 27：阿里生产型领域收入仅占公司的 5% 15
图表 28：阿里在 To B 领域的商流布局 15
图表 29：菜鸟在 To B 领域的物流布局 15
图表 30：2019 年中国快递包裹结构—阿里领先优势明显 16
图表 31：基于商流的视角，物流行业可划分为三个军团 16
图表 32：菜鸟和顺丰业务布局对比 17
图表 33：菜鸟的优势在于阿里的流量 17
图表 34：天猫 GMV 高于京东 18
图表 35：菜鸟仓储布局较京东仍存在差距 18
图表 36：菜鸟为多行业产品提供一站式仓配管理服务 18
图表 37：极致运营—通达系总部单票成本已经降至 1 块钱左右 19
图表 38：通达系研发支出/营收远低于阿里 19
图表 39：中通的利益分配机制 19
图表 40：通达系近五年净利润高速增长 20
图表 41：通达系快递申诉率持续下降 20
图表 42：物流巨头均诞生于经济大国 21
图表 43：2019 年美国两大物流巨头市值占 GDP 比重达 0.73% 21
图表 44：美国社零总额略高于中国 21
图表 45：2018 中国电商渗透率是美国的 2.85 倍 21
图表 46：2025 年快递业务量有望达 1400 亿票 22
图表 47：电商三巨头的增长依然强劲 22

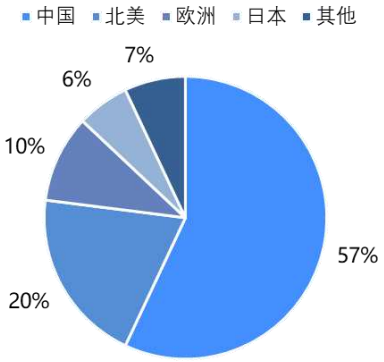
图表 48：疫情期间，电商渗透率加速增长 22
图表 49：2014-2019 年即时配送订单 CAGR125% 23
图表 50：蜂鸟 2019 年即时配送市占率 20.7% 23
图表 51：疫情期间生鲜电商平台用户激增 23
图表 52：疫情期间生鲜电商平台使用频次增加 23
图表 53：2019 年同城快递业务量同比下滑 3.24% 23
图表 54：我国跨境电商交易规模快速增长 24
图表 55：阿里系 2018 年跨境电商市占率 51.1% 24
图表 56：2020 年我国持续出台跨境电商支持政策 24
图表 57：菜鸟营收快速增长 25
图表 58：菜鸟仍处于亏损状态 25
图表 59：菜鸟的商业模式 25
图表 60：菜鸟通过并购投资强化自身服务能力 26
图表 61：菜鸟 TO B 的供应链产品类型 26
图表 62：菜鸟驿站社区团购市场空间测算 27
图表 63：菜鸟驿站商业模式 27
图表 64：全球上市物流企业一览 27
图表 65：阿里孕育了三大独角兽企业 28
图表 66：蚂蚁金服的估值成长历程 28

1 引言：菜鸟是快递行业唯一一家千亿级平台型物流服务商

过去十年，是中国物流行业发展的黄金十年。与中国高铁创造的基建奇迹不同，中国快递行业凭借一行几乎白手起家的创业者们，仅用几年时间就创造中国快递行业从追赶到超越的增长奇迹。

截至 2019 年，中国快递业务量 635 亿票，占全球快递市场份额高达 57%，是第二名美国的 3.67 倍，仅中通、韵达两家业务量之和就超过了全美的快递业务量，并且高基数之下，头部 6 家企业仍然保持着 30%-40%的业务量高增速。无论总量还是增速，我国快递市场都在经历着全球其它市场从来没有发生过的情况。

图表 1：2019 年全球快递业务量分布情况—中国市场遥遥领先



资料来源：运联传媒，方正证券研究所

快递行业的中国奇迹背后，菜鸟是极为重要的一环。**向上承载商流，向下服务物流与客流，菜鸟是快递行业中唯一一家千亿级平台型物流服务商，其商业模式和发展机遇在全球都找不到第二家对标对象。**2013 年成立的菜鸟仅用七年时间，就实现国际零售、区域零售、同城零售三张网络的搭建，为全国超过 60%的业务量提供电子面单。而市场也对菜鸟的价值给予了充分的肯定和认可，持续亏损的业绩（2017 年亏损-10.56 亿元）却对应着近 2000 亿的估值。

诞生于 2013 年，是什么样的土壤养育了菜鸟？

阿里庞大的生态圈下，该如何理解菜鸟的战略布局？

相爱还是相杀，如何看待菜鸟与通达系、顺丰、京东的关系？

亏损的菜鸟，为什么能值 2000 亿？如何看待菜鸟的投资价值？

2 诞生：上承商流，下载物流

2013 年 5 月 28 日，菜鸟正式诞生，这一天也是淘宝诞生的第十年，初生的菜鸟是一家什么样的企业？

2.1 2012 年是电商快递转折之年

物流是派生需求，其发展极大的受上游发展趋势的影响，探索快递发展史的路上，电商是绕不过去的一环，而 2012 年正是中国电商史上极具特殊意义的一年。

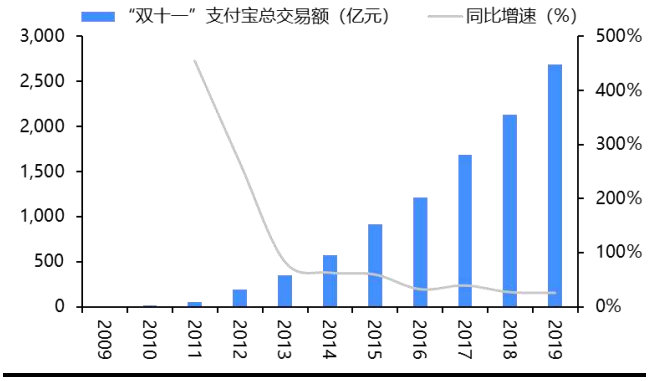
2012 年淘宝商城更名天猫，阿里开始打造品牌 B2C 电商。

2012 年是双十一开展的第三年，双十一当天支付宝成交量增长 2.67 倍。

2012 年快递业务量电商件占比首次超过 50%，快递行业正式迈入电商件时代。

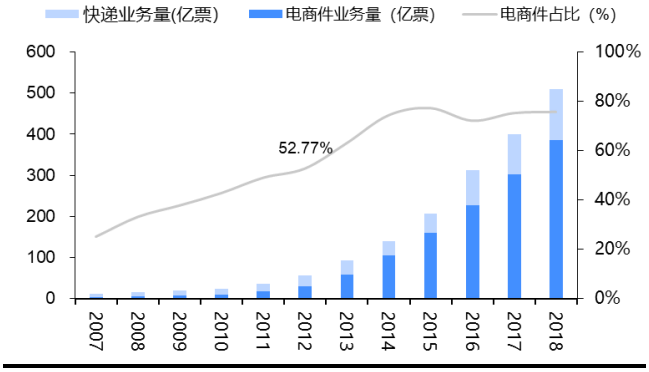
2012 年双十一爆仓也成为热词被写入百度百科词条。

图表 2：双十一支付宝总交易额 2012 年暴增



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表 3：电商件业务量 2012 年首次超过 50%



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表 4：快递爆仓在 2012 年被百度词条收录

资料来源：百度百科，方正证券研究所

对于电商企业而言，履约能力决定其客户体验和复购率，是电商平台流量能否正向循环的关键。电商履约能力可从三个维度来观察：支付、系统、物流，对于阿里而言，其物流短板在 2012 年双十一期间极大的暴露了出来。

在资金流方面，支付宝已经成立 8 年，通过快捷支付功能实现了支付宝的蜕变，解决了客户支付率过低的问题。

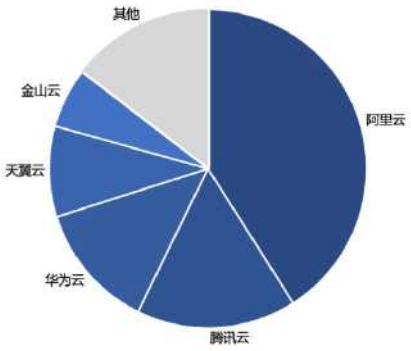
在信息流方面，阿里云 2009 年上线飞天系统，并成功抗住了 2012 年双十一期间百万次的高并发冲击，信息系统也已阶段性突破瓶颈。

而物流则成为木桶上的短板，物流先天的重资产属性和商流爆发式扩张本身就是相冲突的，智慧的中国快递企业通过加盟制的商业模式来应对需求快速扩张的问题，但同时加盟制的缺点也在双十一的高压下逐渐暴露，一是纯加盟制企业由于低价和管理的局限性，在时效和服务上均逊于自营的京东和顺丰；二是加盟制快递自动化程度较低，难以消化电商促销带来的巨幅订单增长。

图表 5：支付宝发展历程—2013 年支付宝的发展已经相对成熟

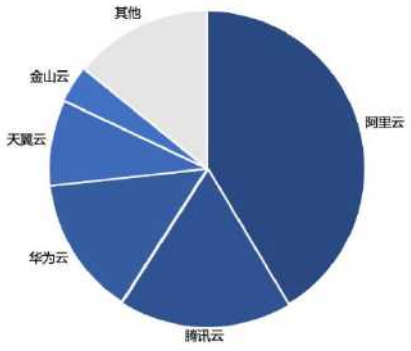
资料来源：科技蟹，方正证券研究所

图表 6：2020Q1 阿里云中国 IaaS 层市占率第一



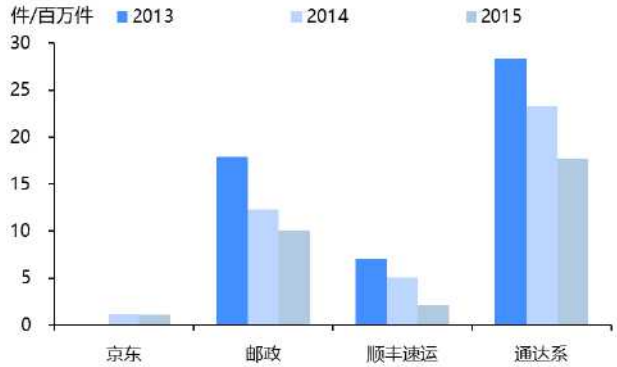
资料来源：Frost&Sullivan，方正证券研究所

图表 7：2020Q1 阿里云中国 PaaS 层市占率第一



资料来源：Frost&Sullivan，方正证券研究所

图表 8：通达系有效申诉率曾是顺丰、京东的几十倍



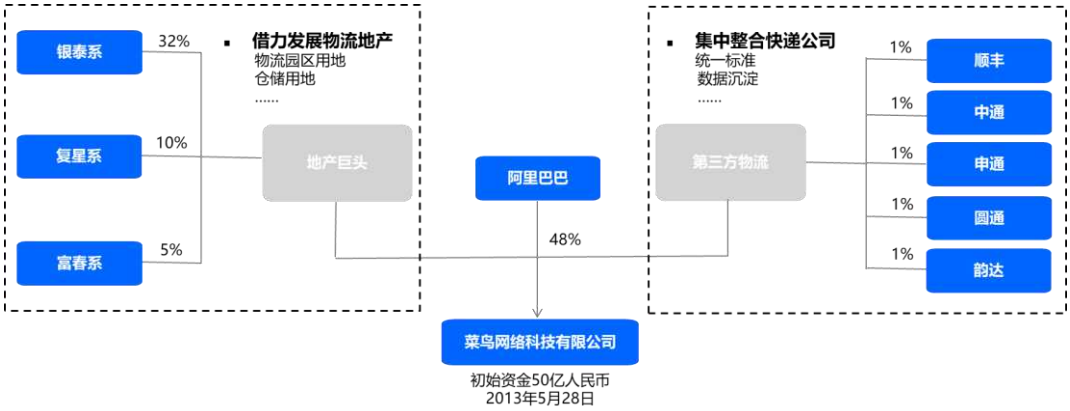
资料来源：WIND，方正证券研究所

2.2 出身高贵，初生的菜鸟具备极佳的物流天赋

为解决阿里的物流短板问题，菜鸟应运而生。

2013 年 5 月，阿里巴巴集团、银泰集团联合复星集团、富春集团、顺丰集团、三通一达（申通、圆通、中通、韵达）共同出资 50 亿元组建“菜鸟网络科技有限公司”。其出资企业涉及电商、金融、快递等多领域的行业巨头，历任管理层也拥有丰富的地产、电商、科技企业管理经验，**菜鸟成立之初就具备丰富的电商基因、科技基因、物流基因。**

图表 9：阿里联合物流地产和快递服务商成立菜鸟网络



资料来源：人民网，方正证券研究所

图表 10：菜鸟历任管理层拥有丰富的地产、电商、科技企业管理经验

姓名	职务	个人简历
沈国军	CEO（首任）	银泰集团创始人兼董事长、银泰商业（集团）有限公司董事局主席兼战略发展委员会主席。
童文红	董事长	2000年加入阿里巴巴集团，历任行政、客户服务、人力资源等部门总监和资深总监。2007至2013年担任阿里巴巴集团工程建设、置业部、采购部副总裁、资深副总裁等职务。
张 勇	董事长	上海财经大学金融学学士，曾任上海普华永道会计师事务所的审计及企业咨询部门资深经理、盛大互动娱乐有限公司CFO。2007年加入阿里巴巴集团，历任淘宝网CFO、天猫总经理。**时任阿里巴巴CEO。**
万 霖	总裁	2005 年于德克萨斯大学奥斯汀分校获得运筹学博士学位，曾供职于美国亚马逊总部，**领导了亚马逊分拨中心、末端优化和全球购等战略和项目。**
王文彬	CTO & 副总裁	**早年在硅谷致力多项领域的开发及管理工作**，是JBoss Java开源中间件集群服务的核心人物，**国内开源技术的实践者。**历任淘宝网首席架构师、淘宝商家事业部和开放平台副总裁、阿里商家业务事业部总经理。**2008年创建了淘宝开放平台**（TOP）为淘宝及阿里巴巴的商家及开发者提供数据接口服务。
谷雪梅	CTO	本科毕业于清华大学，硕士毕业于卡内基梅隆大学。在Inktomi Inc（后被雅虎收购）工作4年，做企业版搜索引擎的研发。之后的10年在谷歌，从工程师逐渐过渡到管理，最后三年任**谷歌中国研究院副院长，负责谷歌北京研究院的研发。曾任阿里巴巴副总裁，搜索事业部负责人。**
关晓东	总经理	卡行天下CEO，同时担任菜鸟运输网络部总经理。

资料来源：天眼查，方正证券研究所

菜鸟的电商基因源于阿里的核心电商业务。阿里是我国电商龙头，拥有全球最多的月活用户（FY2020 为 8.46 亿），背靠阿里淘系电商庞大的商流，为菜鸟物流业务奠定了强大的资源背景。而阿里 CEO 张勇出任菜鸟董事长也足见阿里对菜鸟的重视程度。

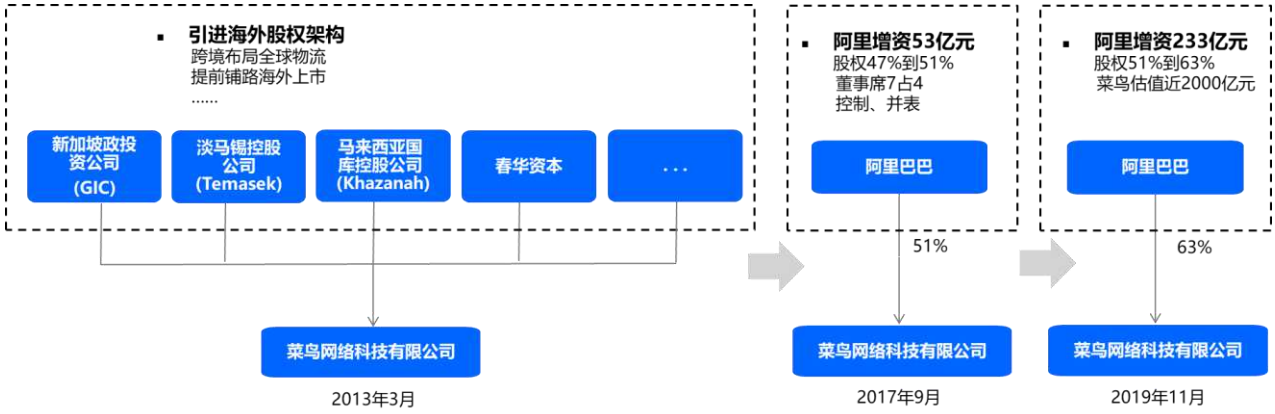
菜鸟的科技基因与生俱来。阿里研发实力强劲，2018 年马云曾表态未来五年将为菜鸟网络投入千亿元，其中仅研发投入就将是百亿级别的。同时，菜鸟 CTO 王文彬和谷雪梅均曾为阿里核心技术部门高管，在科技企业的工作、管理经验丰富，这样的技术人才和研发投入是通达系难以企及的。

菜鸟的物流基因，源于两方面，一方面银泰系、复星系、富春系的参股使得菜鸟在物流地产方面具备先天优势，另一方面，顺丰和通

达的参股使得菜鸟也拥有一部分的快递血统。此外，菜鸟总裁万霖在亚马逊自建物流期间积累了丰富管理经验，这也为菜鸟的发展打下良好的管理基础。

成立之后菜鸟又历经多次融资，其中阿里增资 2 次，外资增资一次，阿里通过加大投入形成绝对控制，菜鸟估值近 2000 亿元成为中国第六大独角兽。2017 年 9 月、2019 年 11 月，阿里对菜鸟分别增资 53 亿元、233 亿元，将持股比例从 43%增加至 51%、63%。

图表 11：阿里加大投入对菜鸟形成绝对控制



资料来源：公司公告，中国证券网，新华网，方正证券研究所

多轮融资的背后，是菜鸟业务板块大扩张的缩影。从 50 亿到 2000 亿估值，菜鸟大物流生态的雏形也逐渐清晰。

3 扩张：菜鸟要的是整个物流生态，而非一城一池

菜鸟的定位不是物流公司，我们是一个数据协同的平台，是快递行业的“水电煤”，我们做别人做不了的事情，做基础设施和做催化剂的作用。

——童文红 2014 年的采访中说道

3.1 菜鸟的战略布局

为了让“天下没有难做的生意”，阿里巴巴在核心电商业务之外有三大基础设施作为支撑，**其中蚂蚁金服为资金流的基础设施，阿里云为数据流的基础设施，菜鸟则承载起物流的基础设施重任。**

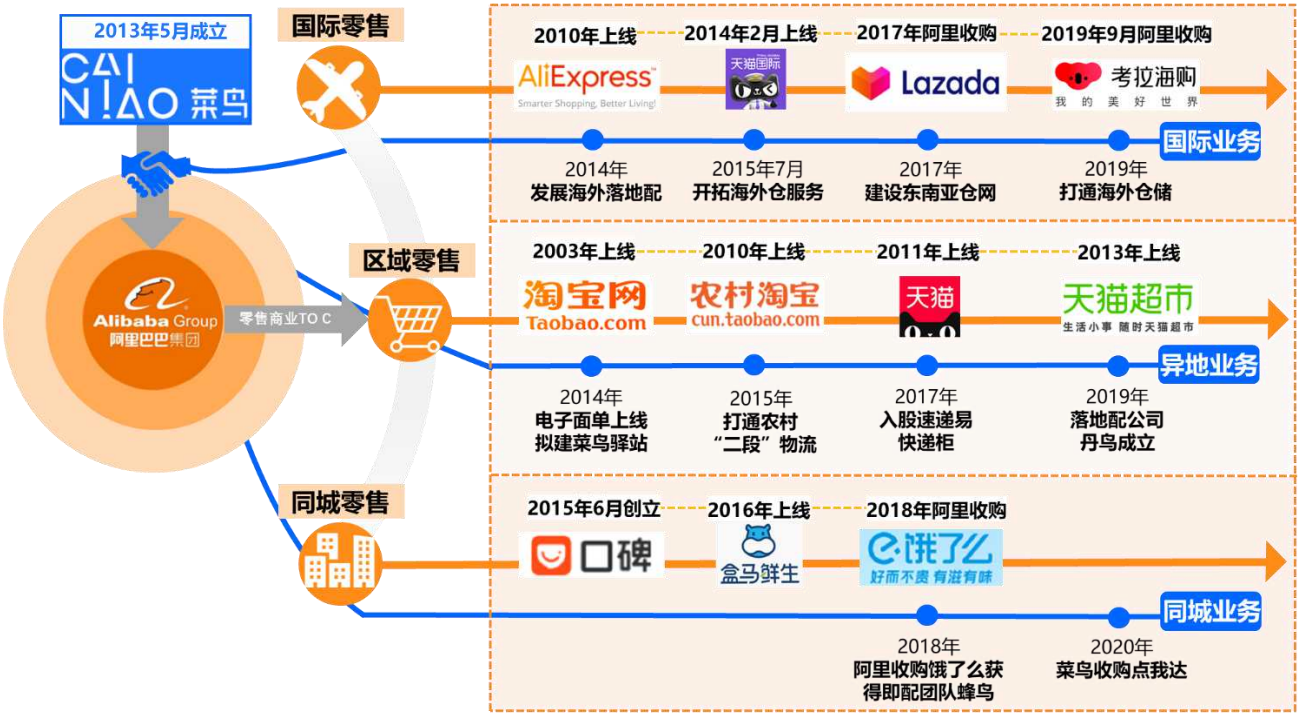
菜鸟生于阿里，其战略布局也无不服务于阿里。发展至今，菜鸟作为阿里大生态的物流底盘作用已经非常明确。

图表 12：阿里巴巴生态圈

资料来源：方正证券研究所

在业务方面，阿里核心电商业务的扩张方向时刻引导着菜鸟的战略布局。截止目前，菜鸟依托阿里商流的全球化布局已经形成了服务于区域零售、国际零售、同城零售的三大物流网络。

图表 13：菜鸟物流的拓展依托于阿里商流体系



资料来源：方正证券研究所

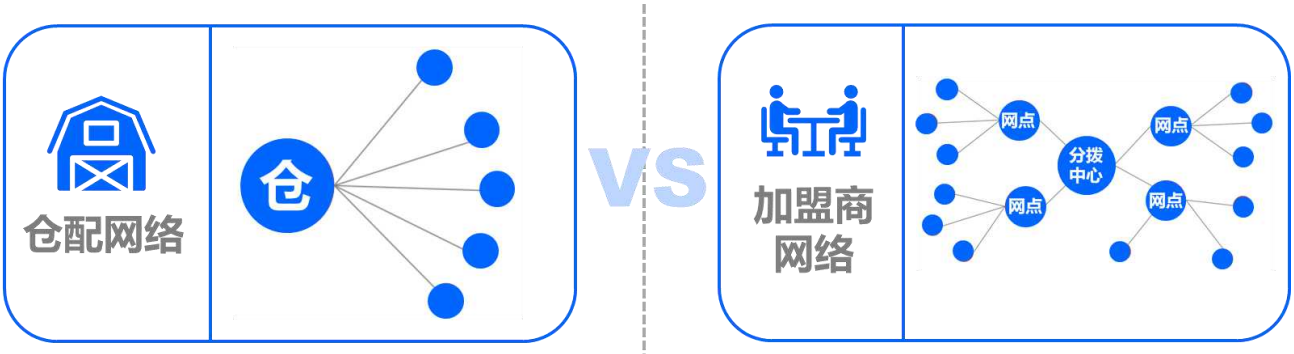
3.2 区域零售网络：中高端自建仓储，中低端整合运力

区域零售网络是菜鸟三大网络的核心基本盘，主要服务于淘宝和天猫。淘宝和天猫定位的不同则决定了中国快递市场也划分为中高端和中低端两大细分赛道。

3.2.1 中高端赛道：仓配模式具备先天优势

中高端电商单价较高，需要物流企业提供时效和服务更加稳定的品牌服务，对价格的敏感性低于中低端电商。对应此类需求，传统加盟制第三方快递在时效和服务方面有着天生的基因缺陷，无法完美胜任，而直营制的仓配网络则具备品牌和服务品质上的先天优势。但直营制的仓配网络需要极大的投资规模来完善全国性的土地、厂房布局，中国快递市场难以自然诞生仓配巨头，**因此在中高端市场，菜鸟选择整合资源，自建仓储。**

图表 14：仓配网络的业务流程决定了其时效服务先天就强于加盟制快递网络



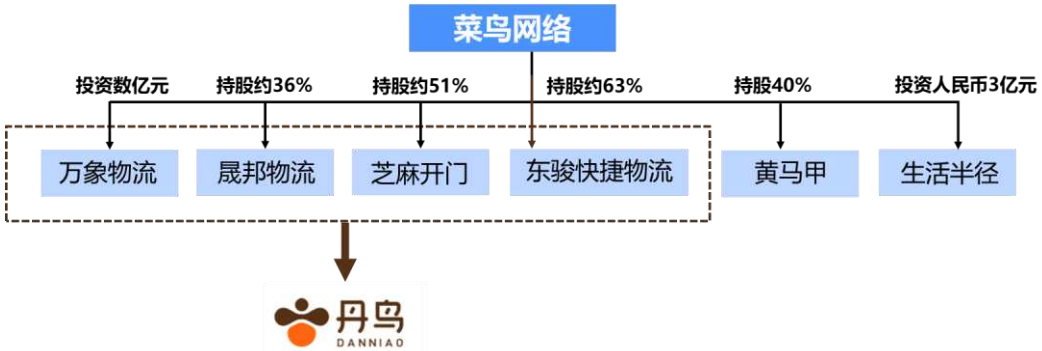
资料来源：方正证券研究所

2019 年 5 月，菜鸟在经历多次尝试之后，中高端运力品牌“丹鸟”正式诞生，作为菜鸟直营的快递企业，其定位是“立足中高端电商件市场的仓配型快递企业+即时配送企业”。

站在运营层面，丹鸟则是整合“东骏物流、万象物流、芝麻开门、晟邦物流”四家落地配公司而成的全新品牌，通过仓配模式提供中高端快递服务，但与京东物流相比，丹鸟目前仍是“追赶者”。

值得注意的是，丹鸟的战略布局不只是仓配市场，还承担着菜鸟系同城配的重任，其本地配送业务的扩张也同样值得持续关注。

图表 15：菜鸟投资落地配企业，成立丹鸟



资料来源：WIND，方正证券研究所

3.2.2 中低端赛道：整合运力，科技赋能，下注末端

如果说中高端赛道的丹鸟是“追赶者”，那中低端赛道菜鸟则是“领先者”甚至“垄断者”。

菜鸟成立之初，通达系与阿里已经有着 8 年的合作经历，此时通达系已经通过对加盟制模式的初步探索实现了成本、价格上的领先优势。对于菜鸟而言，整合运力的性价比要远高于自建运力。

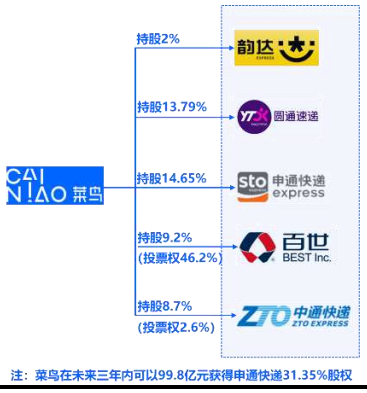
而中低端电商快递的困境在于服务品质不稳定（高投诉率）和产能弹性不足（标准化、自动化程度低），因此在中低端赛道，菜鸟选取了整合运力、科技赋能、下注末端的解决方案。

整合运力：菜鸟先后入股中低端赛道的中通、圆通、百世、申通和韵达。

科技赋能：①电子面单是快递行业自动化率提升的基础，其推广使用不仅在面单成本上为快递企业节约超百亿，自动化率的提升更是打开了快递企业分拨中心降本增效的重要通道。②菜鸟指数：对快递企业时效和服务起到监管作用，协助快递企业改善时效和服务。

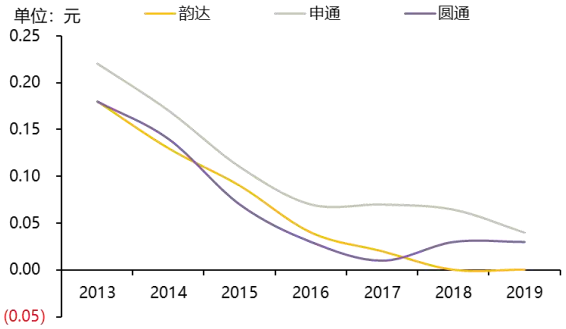
下注末端：通过投资菜鸟驿站和快递柜（速递易）解决快递最后 100 米的配送问题。

图表 16：整合运力-参股通达系



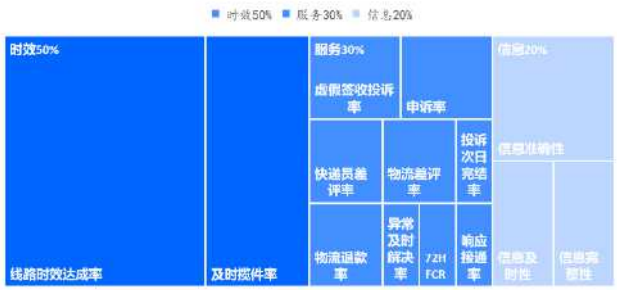
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 17：科技赋能-电子面单降低 0.15 元/单的面单成本



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 18：菜鸟指数-通达系服务时效的重要参考



资料来源：物流一图，方正证券研究所

图表 19：下注末端-菜鸟驿站已超过 7 万家

资料来源：财经新闻周刊，方正证券研究所

3.3 国际零售网络：海外仓是主要形式

国际零售网络主要服务于速卖通、淘宝“全球购”、天猫国际和考拉海购。目前国际电商快递市场尚不成熟，以 UPS、Fedex、DHL 为代表的三巨头，其网络布局和产品都是针对国际商务件市场定制的，跨境电商市场难以承受其高额定价。因此**以菜鸟为代表的国际电商物流网络也有其独特的市场机遇。**

图表 20：三巨头价格远高于菜鸟

目的地	深圳—胡志明		深圳—纽约		深圳—伯明翰	
快递公司	时效（日）	价格（元）	时效（日）	价格（元）	时效（日）	价格（元）
DHL	2	489	5	546	6	662
UPS	5	227	3	404	3	363
	4	260	7	338	6	414
FedEX	2	298	2	406	3	438
	5	256	8	326	8	392
菜鸟裹裹	4-10	201	4-10	211	4-11	221
	8-12	77	7-15	185	7-15	175
顺丰	8	134	8	262	8	270
	12	83	12	164	13	195

资料来源：公司官网，方正证券研究所

2013 年，为发展淘宝“全球购”，服务新上线的天猫国际，刚成立才 5 个月的菜鸟网络就与中国邮政展开合作进行全球配送。后随着阿里“五个全球”战略的发展，形成了以无忧保税、无忧直邮为核心的进口业务，和以无忧物流和线上发货为核心的出口业务。

图表 21：菜鸟无忧直邮服务模式（进口）

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表 22：菜鸟无忧保税服务模式（进口）

资料来源：公司官网，方正证券研究所

目前菜鸟拥有 231 个海外仓，电商快递业务通达 224 个国家，一张全球跨境电商快递网络的雏形已然诞生。

图表 23：菜鸟的国际物流网络

资料来源：Pandaily，方正证券研究所

3.4 同城零售网络：丹鸟和点我达相互配合

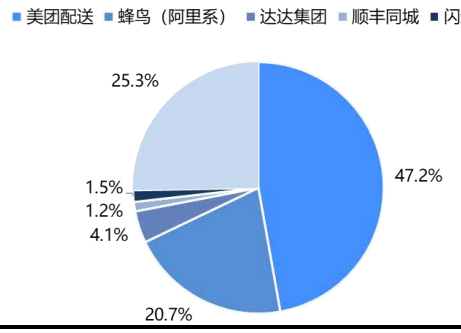
菜鸟的同城网络主要由丹鸟和点我达配合而成，其中丹鸟更加侧重同城落地配（即时配送领域为生鲜物流），点我达则侧重同城即时配送（众包平台）。

除两者之外，事实上阿里系最大的同城配业务由蜂鸟掌控，蜂鸟即时配和菜鸟同城业务之间存在诸多协同业务，未来存在整合的可能。

图表 24：菜鸟在同城配送领域的投资

资料来源：天眼查，维基百科，方正证券研究所

图表 25：蜂鸟位居 2019 年即时配送市场第二



资料来源：公司公告，方正证券研究所

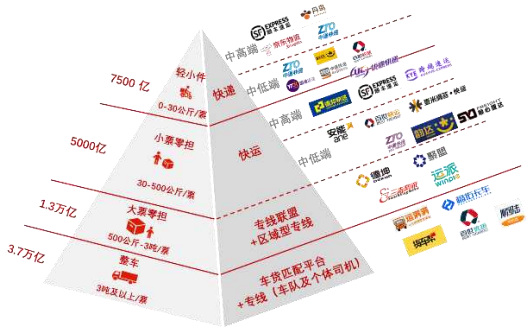
3.5 To B 业务：仍处于起步阶段

2019 年，以快递为代表的消费型物流市场空间接近 7500 亿，而快运、专线为代表的生产型物流市场空间则为 5.5 万亿，生产型物流代表着未来菜鸟发展的重要方向，但在当前阶段，菜鸟并未建立明显的竞争优势，原因有二：

（1）与消费型物流庞大的商流背景相比，菜鸟在生产型物流的商流尚在发展中，国内和国际的营收总和仅阿里的 5%（消费型商流占比 70%），整体规模较小；

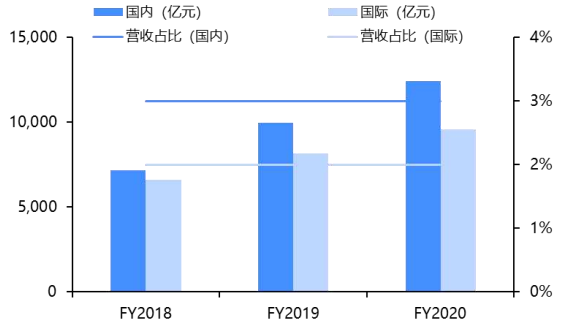
（2）目前菜鸟尚未有完善的生产型物流网络，其运力仍借助消费型物流网络。

图表 26：生产型物流市场 5.5 万亿



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 27：阿里生产型领域收入仅占公司的 5%

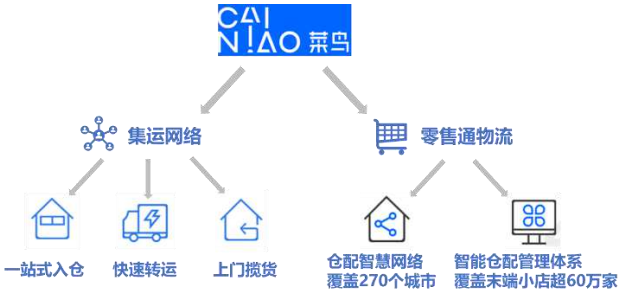


资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 28：阿里在 To B 领域的商流布局

资料来源：公司官网，公司公告，方正证券研究所

图表 29：菜鸟在 To B 领域的物流布局



资料来源：公司官网，方正证券研究所

菜鸟在消费物流领域具备天然数据、流量优势，但在规模更大、更分散的生产物流领域，菜鸟、顺丰、京东处于同一起跑线。

3.6 菜鸟要的是整个物流生态，而非一城一池

通过菜鸟的战略布局，我们不难发现，菜鸟秉承阿里大生态的意志，其所谋划的是构建并掌控整个物流生态，成为快递物流行业的“水电煤”，而非专注于某一个细分赛道发展。

想要做快递行业的“水电煤”，一味地重资产扩张并非良策，快递物流是服务于全行业的大赛道，其重资产的特性就注定了传统物流难以跟上轻资产商流平台的扩张速度。

而菜鸟从开始创立之时，对中国物流市场的广阔空间以及业务复杂性的认知就已经非常清晰，因此轻资产的高效运营方式，是菜鸟的重要特征，也唯有轻资产整合社会运力并赋能的形式才能够实现菜鸟全物流生态布局的理想。

但资源的整合与快速的业务扩张势必导致菜鸟将在不同的细分赛道与不同的企业发生碰撞，版图扩张的进程中，竞合成为菜鸟的必修功课。

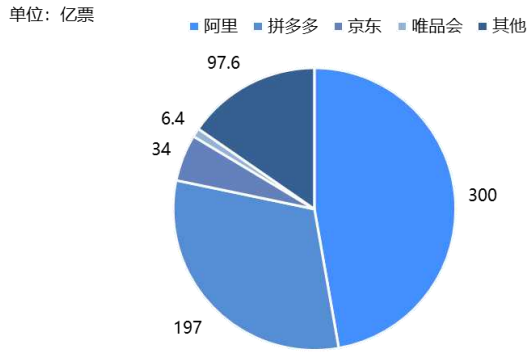
4 竞合：商流不仅决定物流的形态，同样也决定了物流的格局

作为快递同行，顺丰与通达系可以和谐相处这么多年，少有矛盾，而菜鸟自诞生以来，就不断与顺丰产生摩擦。原因是什么？

4.1 格局与布局：天下没有无缘无故的包裹

天下没有无缘无故的包裹，2019 年，中国 635 亿包裹中有接近 85%的包裹来自电商，而这 85%的电商包裹中，阿里系（淘宝和天猫）贡献最多，约 300 亿票；PDD 和京东次之，分别约为 197 亿票和 34 亿票，其余电商品牌和头部三家都不在同一量级。

图表 30：2019 年中国快递包裹结构—阿里领先优势明显



资料来源：公司公告，方正证券研究所

站在电商视角，随着阿里入股韵达，极兔众邮起网，顺丰唯品会合作，快递上下游军团式作战格局正式形成。

（1）菜鸟系：阿里提供流量，丹鸟作为中高端运力，中通、韵达、圆通、申通、百世作为中低端运力，菜鸟提供仓储物流和科技支持；

（2）京腾系：拼多多和京东提供流量，京东物流提供中高端运力和仓储物流，极兔和众邮提供中低端运力；

（3）顺丰系：唯品会提供流量，顺丰提供中高端运力。

图表 31：基于商流的视角，物流行业可划分为三个军团

资料来源：方正证券研究所

4.2 基于三个军团的视角，探讨快递行业格局

4.2.1 菜鸟和顺丰：高度相似的战略布局是摩擦的根源

菜鸟和顺丰竞争的本质则是战略布局的比拼。

菜鸟、顺丰在物流市场布局的终极目标是近似的，投资的方向都是技术投入+运力投入，因此无论是科技层面还是具体的运力层面，早晚都会展开竞争。快递企业的未来终将通向综合物流，顺丰与菜鸟布局广泛，在国际市场、同城配送、中高端快递都存在竞争关系。

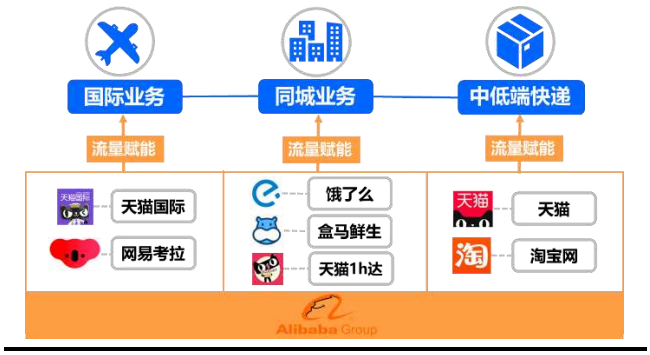
在和顺丰的竞争中，菜鸟的优势在于电商件市场，依托于阿里在电商和同城生活服务领域的深度布局，菜鸟迅速搭建起自身的全球物流网络，但菜鸟的网络是以资源整合和协同的形式组建而成的，虽然足以承载主流的电商需求，但非自营的网络天然存在稳定性的问题，难以满足商务件需求。

相比之下，顺丰的优势则主要集中在商务件市场，作为中高端快递龙头，顺丰的品牌和网络久经时间考验，但纯直营的模式也有其局限性。一是直营重资产的模式会限制顺丰的扩张速度，在行业爆发期会存在产能不足的问题；二是直营模式成本较高，高价位的物流产品和电商需求难以有效匹配。

图表 32：菜鸟和顺丰业务布局对比

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表 33：菜鸟的优势在于阿里的流量



资料来源：公司官网，方正证券研究所

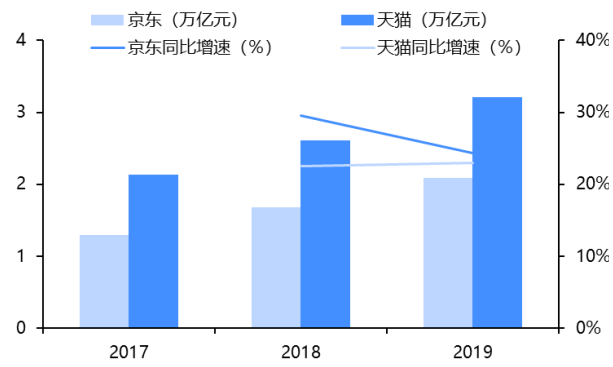
竞争性的行业，摩擦反而是企业进化升级的动力。万亿物流大市场，机遇众多，菜鸟和顺丰都有能力在各自擅长的领域和细分赛道创造价值。

4.2.2 菜鸟和京东：仓配领域短兵相接

菜鸟和京东物流竞争的本质则是商流的竞争。

菜鸟和京东物流旗帜鲜明，分别背靠不同的流量集团，在 B2C 电商领域，阿里和京东也是直接的竞争对手，虽然站在 GMV 角度，天猫略领先于京东，但京东物流是仓配领域不折不扣的领跑者，在仓储物流布局、时效和末端服务方面均领先于菜鸟。

图表 34：天猫 GMV 高于京东



资料来源：公司年报，方正证券研究所

注：阿里巴巴数据已转换为自然年数据

图表 35：菜鸟仓储布局较京东仍存在差距

资料来源：公司官网，公司年报，方正证券研究所

在仓储物流方面，京东在全国各地运营超 730 个仓库，仓库面积超 1700 万平方米，京东物流自建的亚洲一号是亚洲电商物流领域规模最大、分拣效率最高的智能化仓群；尽管菜鸟近年来不断加大仓储物流的配置，其仓库数量（700 个）、仓库面积（1000 万平方米）均较京东有所差距。

时效和服务方面，菜鸟相较京东仍存在较大提升空间。京东 90%的仓配订单可以实现当日和次日达，而菜鸟通过整合丹鸟和点我达实现的落地配网络在时效稳定性上仍有差距。

图表 36：菜鸟为多行业产品提供一站式仓配管理服务

资料来源：公司官网，方正证券研究所

整体来看，在仓配市场，菜鸟缺的不是仓储物流资产，而是需要时间累积的高效运营能力。京东物流始建于 2007 年，13 年时间探索出来的仓库供应链管理经验是其最核心的无形资产，菜鸟虽然通过资源整合迅速搭建出一张完善的全国仓配网络，但在产品落地方面较仍有很长的路要走。

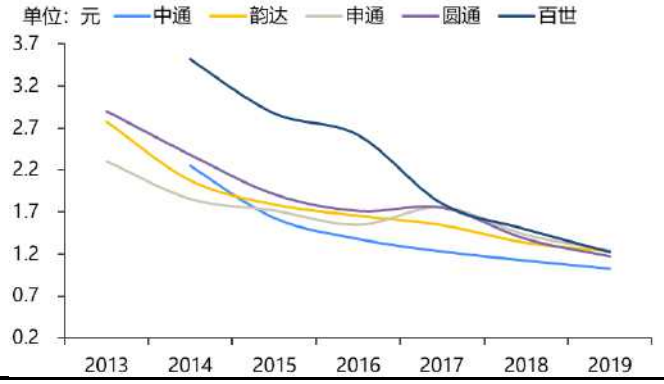
4.2.3 菜鸟与通达系：分工明确，互惠互利

对于菜鸟与通达系，市场上一直流传着“通达百世沦为菜鸟附庸，最后只有破产和被兼并两条路可走”的观点，持此类观点者往往认为通达百世利润低微，靠的是压榨劳动力和偷逃税款、五险一金得到的微薄利润，同时通达百世只是依赖平台的搬砖者，他们对菜鸟的依赖

性会加剧，最终利润会全部被菜鸟吸走。此类观点过于偏激，忽视了菜鸟的平台属性和初心。

首先菜鸟与通达百世的终极战略目标并不冲突，而是相辅相成的，菜鸟没有挤压通达系的动机。菜鸟想要的是构建服务于阿里核心电商乃至全球生产、消费领域的物流大生态，通过物流提升商流的核心竞争力是菜鸟的首要任务。而通达百世的目标则是通过极致的运营和规模效应成为物流行业的领导者，两者的终极目标相辅相成。

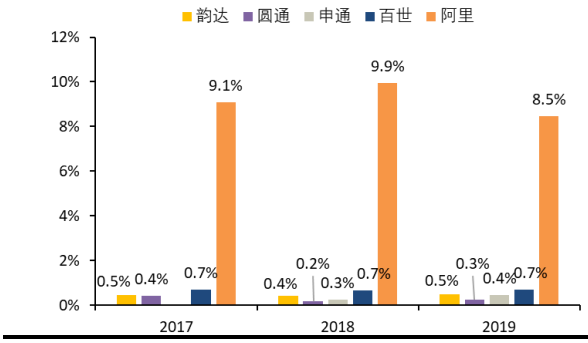
图表 37：极致运营—通达系总部单票成本已经降至 1 块钱左右



资料来源：公司公告，方正证券研究所

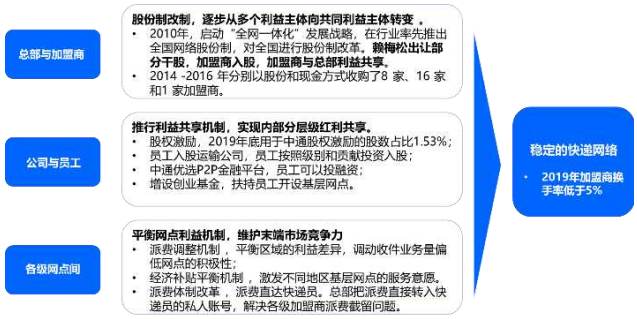
其次，菜鸟也不具备及挤压通达系的能力。虽然表面上菜鸟占据流量优势，但事实菜鸟只具备流量监控（菜鸟指数）功能，不具备流量分发的功能，目前阿里系商流和物流的对接主要是在 C 端直接完成，菜鸟流量分发只能通过裹裹这一单一渠道，按目前裹裹日票量 300 万单计算，裹裹市占率不足 1.5%，影响极小。

图表 38：通达系研发支出/营收远低于阿里



资料来源：WIND，方正证券研究所

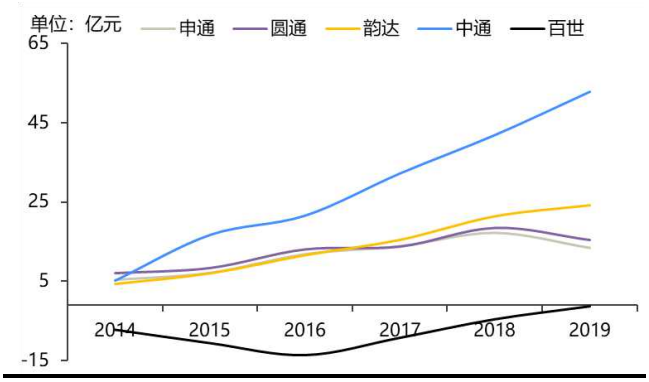
图表 39：中通的利益分配机制



资料来源：公司官网，方正证券研究所

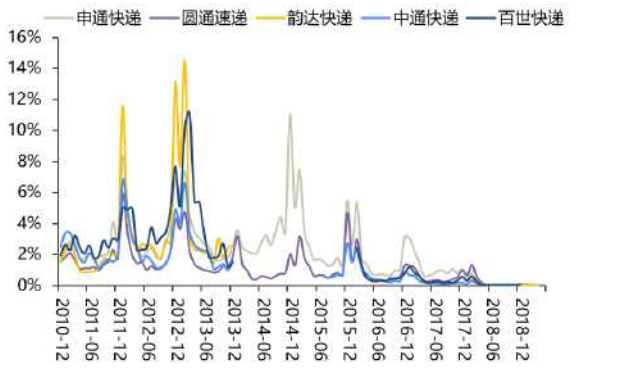
最后，我们来看结果，通达百世在菜鸟构建的体系中快速发展，业务量利润高速增长，服务质量实现也实现质的提升。截止 2019 年，中通净利润 52.92 亿，接近顺丰 57.97 亿的水平，有效申诉率已接近 0，与京东、顺丰的差距逐渐缩小。

图表 40：通达系近五年净利润高速增长



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表 41：通达系快递申诉率持续下降



资料来源：WIND，方正证券研究所

综合来看，菜鸟与通达百世能力互补，实际上是一种分工明确、互惠共利的关系。

菜鸟的研发实力是快递公司难以企及的。以阿里口径计算，阿里 2019 年研发投入约 430 亿元，在中国互联网巨头中位列第一，并且未来五年将为菜鸟网络投入千亿元，其中仅研发投入就将百亿级别的。相比之下，2019 年快递公司研发投入最多的顺丰仅 11.93 亿元。

通达百世复杂的运营和管理是菜鸟不具备的。快递公司运营需要良性的利益分配机制、有执行力的基层团队、清晰明确的组织架构，这些都需要在长期的实际运营中寻找微妙的平衡点。加盟制做起来没有想象那么简单，星晨急便的失败便是最好的印证。

4.3 竞合是机遇，不是风险

大赛道，大空间的物流板块，也蕴含着菜鸟的大机遇。

合作是机遇，大空间意味着行业并非是一家企业可以垄断的，拥有不同竞争优势的企业都有其独特的发展机会，而坐拥流量和技术优势的菜鸟可以通过赋能的合作形式改变细分赛道的行业格局并持续创造价值。

竞争也是机遇，菜鸟的优势在于流量和技术，缺点在于缺乏运营经验。基于淘宝的流量支撑，菜鸟在竞争中几乎已经立于不败之地，而竞争则成为刺激菜鸟不断进化、从阿里走向社会化的源动力。从阿里的菜鸟到中国的菜鸟，仅凭一家平台的流量支撑是不够的，仍需 PDD 乃至全球其他电商企业流量的支持。在竞争的压力下，如果菜鸟能把握好流量的机遇，完善自身运营短板，实现物流业务从网络建设、业务运营到技术支撑全流程的竞争优势，就有希望成为中国真正的物流基础设施，实现自身从成本中心向物流平台的转变。

5 机遇：菜鸟是全球最优质的物流投资标的

5.1 全球独有的物流发展空间

5.1.1 大国才有大物流：中国市场是最为肥沃的土壤

全球 GDP 第一的美国诞生了 UPS 与 FedEx 两大巨头，全球 GDP 第 4 的德国承载了 DPDHL，纵观综合物流三巨头，无一不是以本国（本洲）市场为根基。即便是国际间快递网络，也是伴随着本土企业

出海而逐步建立起来的。由于缺乏母国市场的支撑，总部位于荷兰、过去四巨头之一的 TNT 最终也没有摆脱被收购的命运。

母国市场的规模直接决定物流巨头的成长空间，日本快递龙头 YAMATO 虽然也历经百年，但由于国内市场空间不足，市值仅能达到 490 亿人民币规模（20191231 收盘数据）。

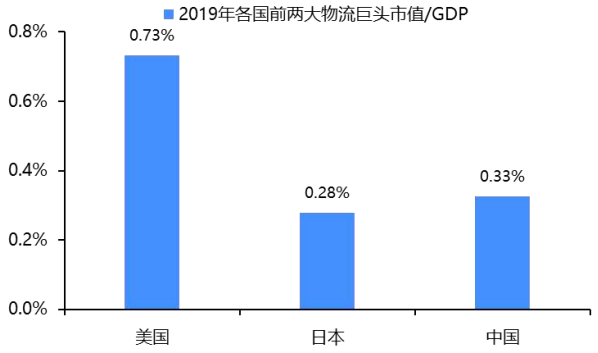
以中国市场为根基，菜鸟已经站在最为肥沃的土壤上。

图表 42：物流巨头均诞生于经济大国

排名	国家	2019GDP总量（万亿美元）	GDP增速	快递巨头
1	美国	19.07	2.30%	UPS、FedEx
2	**中国**	**12.78**	**6.10%**	
3	日本	5.08	0.65%	Yamato
4	德国	3.35	0.60%	DHL
5	英国	2.87	1.41%	
6	印度	2.88	5.02%	
7	法国	2.52	1.50%	
8	意大利	1.82	0.30%	

资料来源：WIND，方正证券研究所

图表 43：2019 年美国两大物流巨头市值占 GDP 比重达 0.73%



资料来源：WIND，方正证券研究所

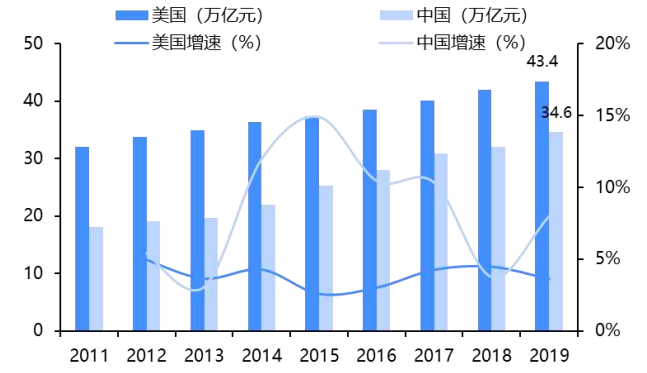
注：上市公司市值数据截至 20191231

5.1.2 疫情是最强催化剂，同城、异地、国际快递市场都正迎来发展的大机遇

中国是全球快递包裹最多的市场，2019 年快递业务量占全球的 57%，远超诞生两大快递巨头 UPS、FedEx 的美国。

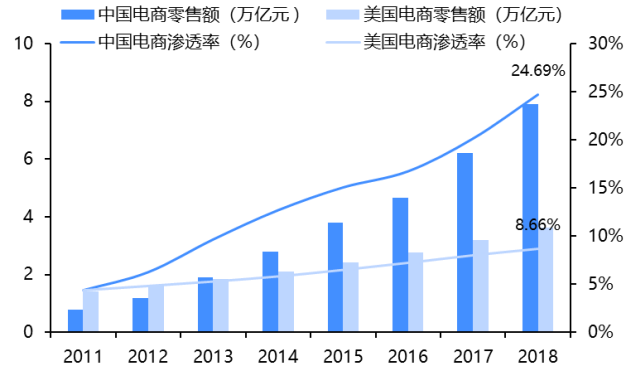
而这主要得益于中国电商的蓬勃发展。中国社会消费品零售总额市场略低于美国，但中国电商市场规模远高于美国（中国电商渗透率是美国的 2.85 倍）。

图表 44：美国社零总额略高于中国



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表 45：2018 中国电商渗透率是美国的 2.85 倍

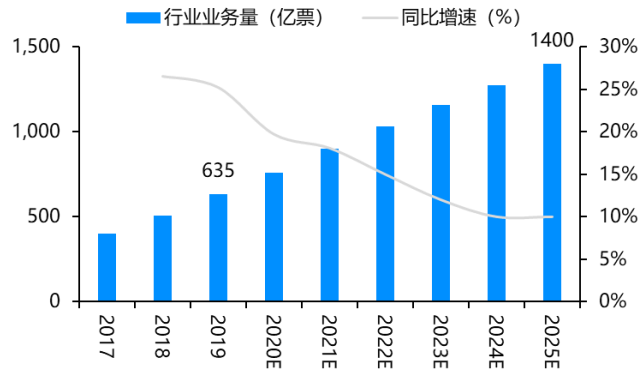


资料来源：WIND，方正证券研究所

① 异地快递：疫情加速电商渗透率提升，菜鸟独享中低端电商件市场红利

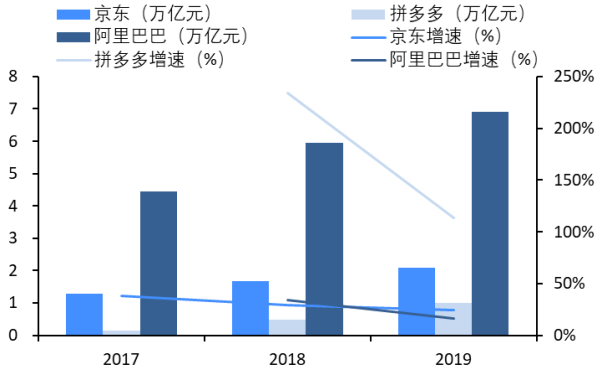
快递行业大发展的隐藏逻辑是中国电商行业的大发展，更是中国经济的大发展。当前中国电商三巨头增长依然强劲，为菜鸟异地快递业务带来了广阔的想象空间。

图表 46：2025 年快递业务量有望达 1400 亿票



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表 47：电商三巨头的增长依然强劲

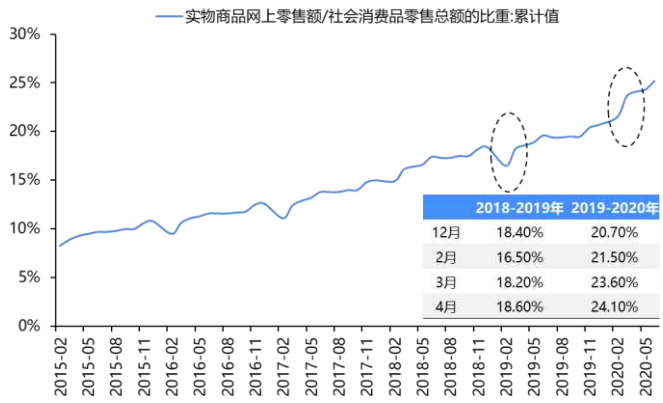


资料来源：公司年报，方正证券研究所

疫情加速电商渗透率提升。疫情限制了人们的出行，所以物体的流动会更加频繁。疫情进一步强化人们的线上消费习惯，电商渗透率加速提升，截止 2020 年 6 月，电商渗透率同比提升 5.6pcts，增速远超 2015-2019 年 2.5pcts 的平均水平。

我们预计 2025 年快递行业业务量将达到 1400 亿票，2020-2025 年 CAGR14%。同时，从中长期来看，未来十年仍是中低端电商件市场的天下，菜鸟作为中低端电商件市场的垄断者，可持续享受中低端市场增长的红利。

图表 48：疫情期间，电商渗透率加速增长



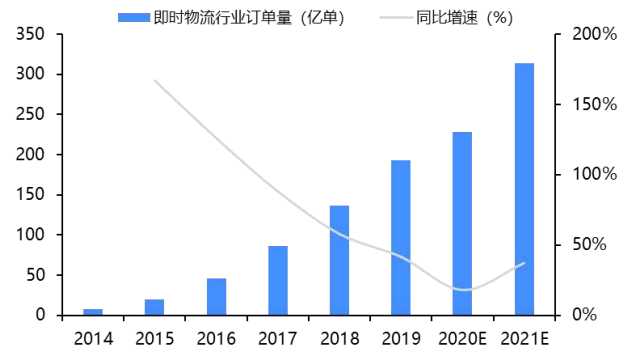
资料来源：WIND，方正证券研究所

② 同城配送：即时配送崛起，菜鸟或将整合资源加强布局

同城配送包括两类：即时配送和同城快递。

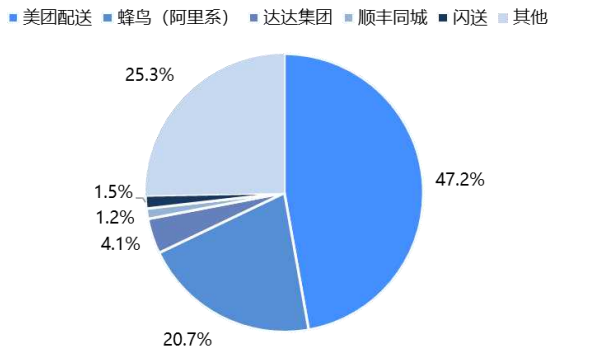
即时配送涉及的领域包括餐饮外卖、生鲜、商超等，其中，外卖配送占比最大，占比 52.1%。据中国物流与采购联合会，预计未来 5 年，即时配送行业仍将保持 30%以上的增速（2020 年疫情或导致该年增速放缓），2020 年市场规模将超过 2000 亿元。

图表 49:2014-2019 年即时配送订单 CAGR125%



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

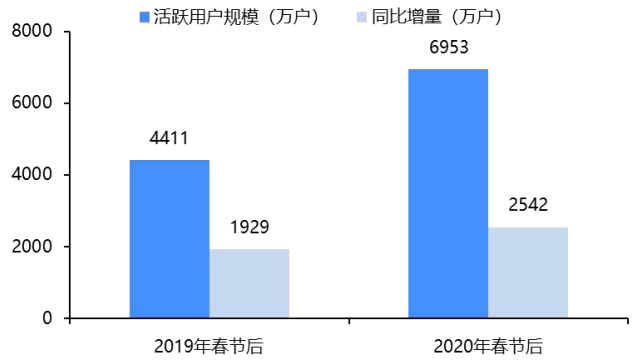
图表 50：蜂鸟 2019 年即时配送市占率 20.7%



资料来源：公司年报，方正证券研究所

疫情限制了人们的出行，作为人们刚需的生鲜购买渠道转移至线上，生鲜电商行业迎来崛起契机，拉动即时配送行业快速增长。

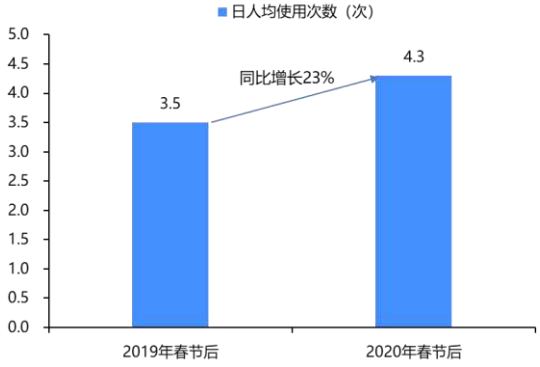
图表 51：疫情期间生鲜电商平台用户激增



资料来源：Questmobile，方正证券研究所

注：2019 年春节后指 2019/2/11-2019/3/12；2020 年春节后指 2020/2/3-2020/3/3

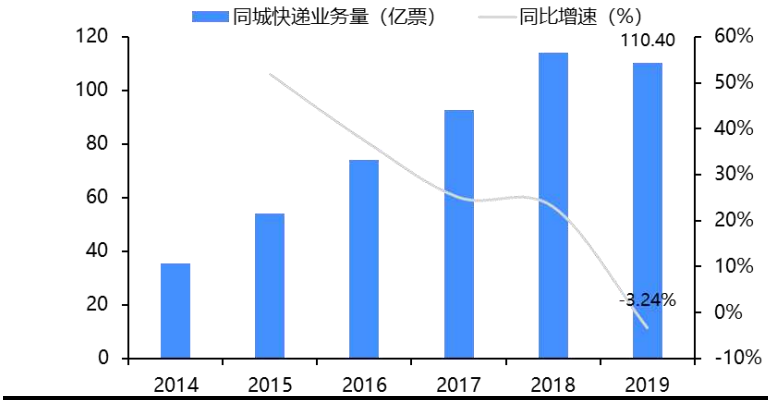
图表 52：疫情期间生鲜电商平台使用频次增加



资料来源：Questmobile，方正证券研究所

但菜鸟在同城领域的布局集中于落地配和同城快递（丹鸟+点我达），在市场前景更广阔的即时配送领域，阿里则另有布局（蜂鸟）。同城配送具备很强的协同效应想象空间，**未来菜鸟或仍将通过资源整合（整合蜂鸟）的形式布局即时配送。**

图表 53：2019 年同城快递业务量同比下滑 3.24%



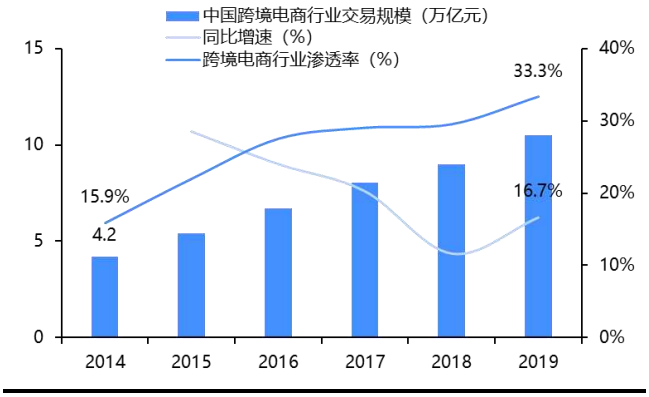
资料来源：WIND，方正证券研究所

③ 国际市场：跨境电商规模持续增长

我国跨境电商交易规模持续增长，2014-2019 年 CAGR 20.11%；行业渗透率持续提升，由 2014 年的 15.9%提升至 2019 年的 33.3%。据艾媒咨询，预计我国跨境电商交易规模仍将保持 15%以上的增速，2020 年有望达 12.7 万亿元。

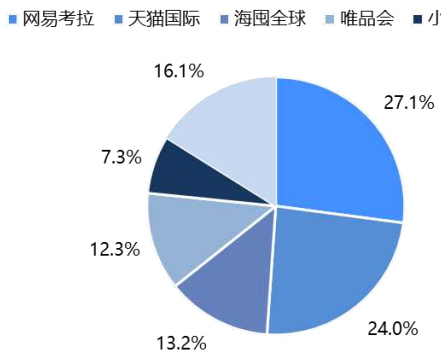
跨境市场，菜鸟具备先天优势。阿里系占据 2018 年跨境电商市场规模半壁江山，网易考拉与天猫国际市占率占比达 51.1%，菜鸟作为其国际市场的物流平台，拥有极佳的先天禀赋。

图表 54：我国跨境电商交易规模快速增长



资料来源：网经社，方正证券研究所

图表 55：阿里系 2018 年跨境电商市占率 51.1%



资料来源：艾媒咨询，方正证券研究所

疫情同样也成为跨境电商渗透率提升的催化剂。受国内外疫情蔓延影响，部分线下生活和消费需求转移至线上，叠加我国持续出台相关支持政策，跨境电商市场逆势增长。据海关总署，2020H1 海关跨境电商监管平台进出口同比增长 26.2%，其中出口同比增长 28.7%，进口同比增长 24.4%，而同期我国整体的货物贸易额同比下降 3.2%，菜鸟成为本次疫情最大的受益者之一。

图表 56：2020 年我国持续出台跨境电商支持政策

时间	发文单位	政策要点
2020.3	海关总署	全面推广跨境电商出口商品退货监管措施
2020.4	国务院常务会议	在雄安新区等46个城市和地区新设跨境电商综合试验区
2020.6	稳外贸座谈会	加快发展跨境电商、鼓励多元投入建设海外仓
2020.7	海关总署	海关新增跨境电商B2B监管方式开启试点

资料来源：新华网，方正证券研究所

5.2 全球独有的流量变现机遇

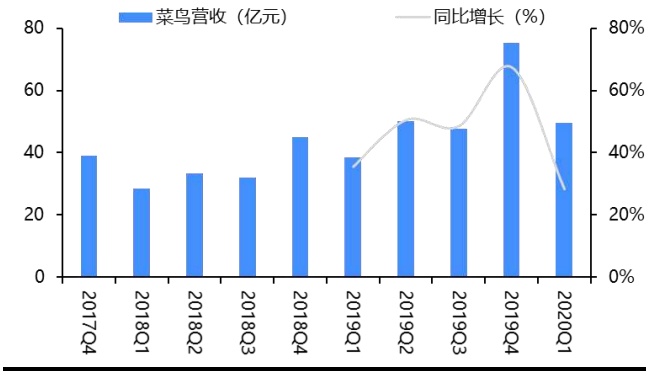
菜鸟的强大之处，不仅在于庞大的物流市场带来的空间想象力，更值得重视的是，菜鸟通过平台和驿站比任何独立的第三方物流企业都更加贴近上游商户和下游客户群体。

传统物流商业模式的本质是作为重资产基础设施收取物流网络的租金，由于行业进入门槛有限，提供的运输服务较为基础，企业只能以较低且不稳定的费率赚取利润。

目前菜鸟的商业模式仍处于探索期的初级阶段，没有跳脱出传统

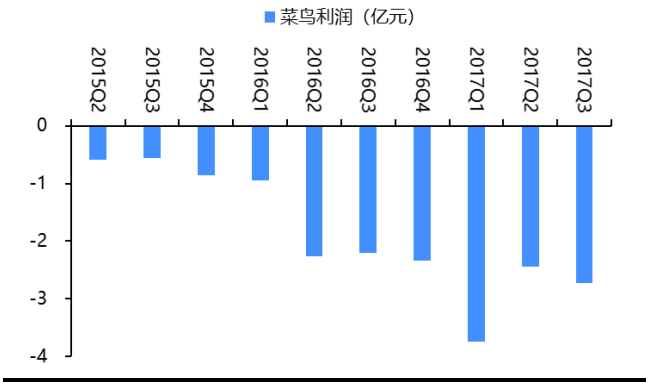
物流企业的盈利框架，其主要收入来自于向猫超和第三方大商户提供仓配服务收取的租金和服务费，在当期高额的资本开支（2017 年马云说菜鸟还要再投 1000 亿完善物流网络）背景下，菜鸟亏损的现状可能仍要持续。

图表 57：菜鸟营收快速增长



资料来源：公司年报，方正证券研究所

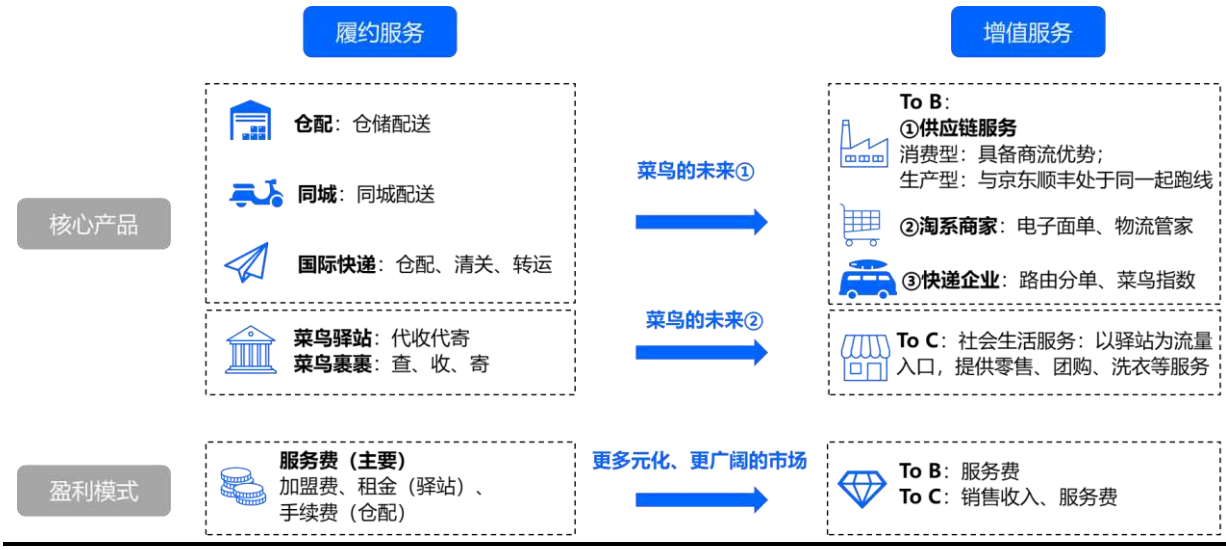
图表 58：菜鸟仍处于亏损状态



资料来源：公司年报，方正证券研究所

普通的企业满足需求，伟大的企业创造需求。**坐拥上下游流量的菜鸟先天就具备打破传统物流商业模式的基础，线上线下的双重流量是一座宝库，通过商业模式的变革实现双重流量变现才是菜鸟真正的价值所在。**目前菜鸟在商业模式上的探索主要体现在 TO B 供应链增值服务和 TO C 社区服务两方面。

图表 59：菜鸟的商业模式



资料来源：公司官网，方正证券研究所

5.2.1 TO B 领域的探索：供应链与科技赋能

在 TO B 业务领域，菜鸟凭借阿里庞大的商业帝国，拥有约 1100 万商户的流量基础，目前对于 B 端商流变现的探索集中在为商家提供供应链服务和为快递企业提供技术赋能服务。

在供应链服务方面，菜鸟近 5 年来，连续收购 4 家供应链服务企业，强化其服务能力。

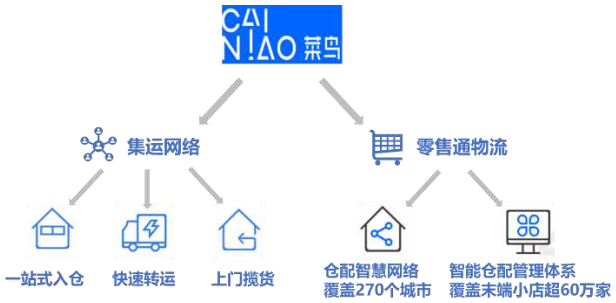
在赋能快递企业方面，2019 年菜鸟首次通过电子面单创收。2019

年菜鸟通过技术突破，将电子面单的单位成本由 3 分降至 1 分钱，其每票的 2 分钱的结余由快递公司和菜鸟 55 分成，菜鸟每张电子面单收费 1 分钱，若以 2019 年 400 亿单计算，电子面单可贡献 4 亿收入。虽然科技赋能业务已经开始逐渐创收，但当前时点并不是第三方快递企业赋能盈利的最佳时机。对于加盟制快递企业，产能扩张周期尚未结束，其资产结构尚未稳定，企业通过固定资产投资和管理优化每年仍能下降约 1 毛/票的成本，科技赋能在当前阶段不是企业降本的最优途径。科技赋能的盈利机遇应该在快递企业资产结构稳定后逐渐凸显。

图表 60：菜鸟通过并购投资强化自身服务能力

资料来源：新浪网，WIND，方正证券研究所

图表 61：菜鸟 TO B 的供应链产品类型



资料来源：公司官网，方正证券研究所

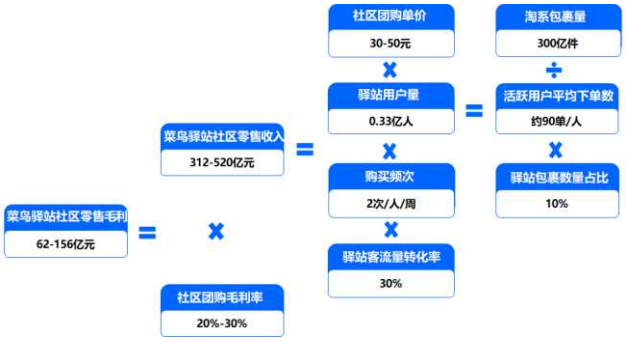
5.2.2 TO C 领域的探索：社区流量服务变现

在 TO C 业务领域，驿站是菜鸟线下流量的稳定入口。菜鸟的线下流量具备大量（2020 年 3 月淘系电商平台日活超过 3 亿）、高频（2018 年活跃用户下单达 90 次/人）的特点，具备很好的变现基础。

目前驿站的商业模式主要针对快递小哥，以按件收取租金的形式为主，针对消费者是免费的。免费有助于集聚线下消费者流量，驿站作为良好的人货交互平台，具备多种流量变现的可能。目前驿站最新的尝试为推出社区服务功能，以团购、洗衣、回收为切入点，进行新一轮的价值探索。

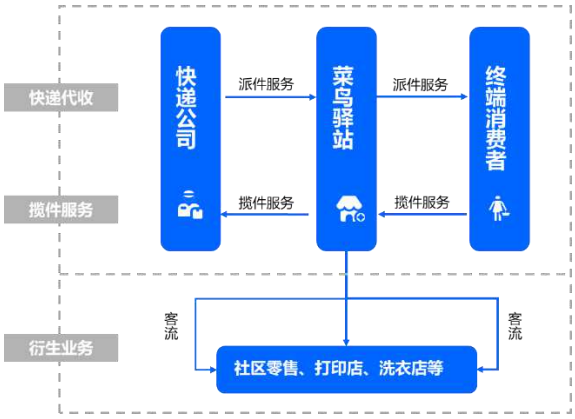
社区零售方面，菜鸟有多种流量变现的机会，其中仅社区团购市场空间就有约 312-520 亿元。2019 年，阿里电商业务产生的包裹数量约 300 亿件，菜鸟驿站包裹数量占比约 10%，活跃用户平均下单数约 90 单/人，则驿站用户量约为 3333 万人；假设驿站用户量转化为购买群体的比例为 30%，参考社区团购企业你我您、十荟团的客单价 30-50 元，社区团购频次 2 次/人/周测算，则菜鸟驿站社区每年零售市场空间为 312-520 亿元（菜鸟 2019 年营收 211 亿元）；社区团购模式毛利率为 20%-30%，则菜鸟驿站社区零售可贡献 62-156 亿元的毛利（FY2017 净利润-10.56 亿元）。

图表 62：菜鸟驿站社区团购市场空间测算



资料来源：公司公告，十荟团，方正证券研究所

图表 63：菜鸟驿站商业模式



资料来源：公司官网，方正证券研究所

5.3 菜鸟是全球最优质的物流投资标的

物流行业有壁垒，但是缺乏想象空间，而菜鸟的存在灵活的解决了这一问题。

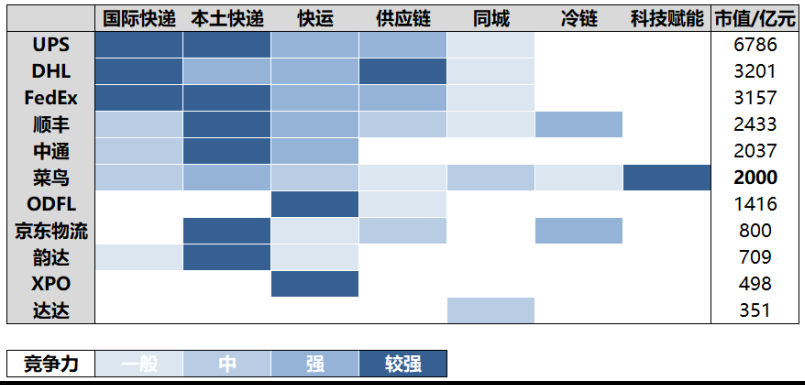
空间：全球最大快递市场的掌舵者，掌握流量入口的菜鸟有实力进入也正在渗透到大物流板块的各个领域。

壁垒：丰富的产品类型、绝对的规模体量、绝对的技术优势，在全球综合物流赛道找不出第二家菜鸟。

边界：打破了传统物流商业模式的边界，拥有流量的菜鸟可以开拓更多的商业场景，具备更丰富的想象空间和可能。

最大的市场空间，独有的竞争优势，打破边界的变现能力，菜鸟无疑是全球最优质的物流投资标的之一。

图表 64：全球上市物流企业一览



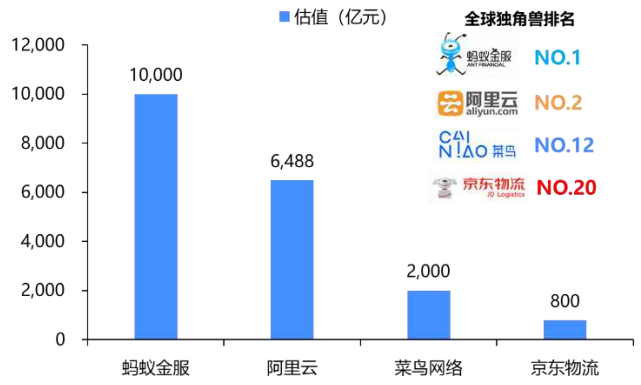
资料来源：WIND，胡润百富，方正证券研究所

注：上市公司市值截至 20200630，未上市公司来源于 2019 年独角兽排行榜

根据马云的“履带战略”，阿里业务矩阵轮流领跑，过去是 B2B 三年，然后是淘宝三年，天猫三年，2016-2018 是蚂蚁金服领跑，2019 年至 2021 年阿里云接棒，2022 年至 2024 年菜鸟网络成为引领者。

目前来看，蚂蚁金服估值 2000 亿美金，已经完成任务正在筹备上市；阿里云估值 900 亿美金，从蚂蚁金服手中拿到接力棒；**疫情催化下，2020 年菜鸟正在加速奔跑，菜鸟领跑的时代或许会加速到来。**

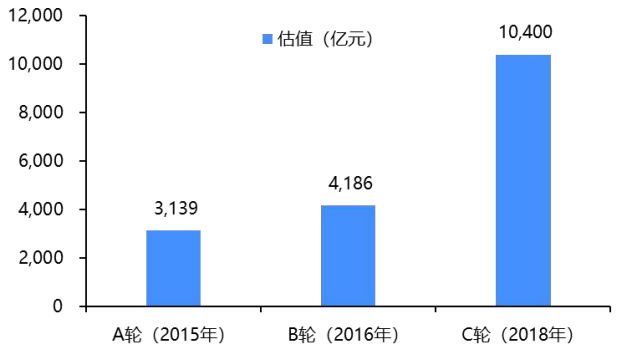
图表 65：阿里孕育了三大独角兽企业



资料来源：胡润百富，方正证券研究所

注：阿里云未参评独角兽，其排名据其估值排序而得

图表 66：蚂蚁金服的估值成长历程



资料来源：WIND，新浪网，方正证券研究所

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com